

内容摘要

学校编码: 10384

学 号: 200015147

厦 门 大 学
硕 士 学 位 论 文

恢复上市公司的现状及发展对策分析

An Analysis on the Countermeasures for the Actuality and
Development of the Restored Publicly Listed Companies

吴伟

指导教师姓名: 王志强教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2 0 0 6 年 3 月

论文答辩时间: 2 0 0 6 年 6 月

学位授予日期: 2 0 0 6 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2006 年 3 月

厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文, 是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果, 均在文中以明
确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人 (签名): 吴伟

2006 年 4 月 29 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ ☒ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：吴伟

日期：2006 年 4 月 29 日

导师签名：

日期： 年 月 日

内容摘要

对连续三年亏损的上市公司股票实行暂停、恢复上市交易，目的是促使这类陷于困境的上市公司在终止上市前重新整合，尽快恢复持续经营能力回到证券市场，同时也是为了更好地保护投资者的利益。但是暂停、恢复上市制度是否产生了如期的作用？恢复上市公司的境况是否发生了质的变化？如何使恢复上市公司乃至所有上市公司具有更高的投资价值？

本文总结了暂停、恢复、终止上市机制的演变，然后从基本面、亏损原因和资产重组行为三个方面考察恢复上市公司的前生今世，并对恢复上市前后的超常积累收益作实证分析，归纳这类有着特殊经历的上市公司的共性，寻找存在的问题，探讨全面提升上市公司质量的措施和方法。

本文认为,总体而言,恢复上市公司的现状呈分化状态,除了小部分公司基本面持续向好外,大多数恢复上市公司的持续经营能力、资产质量等尚存较多缺陷,因而暂停上市期间的资产重组并没有产生市场所期望的效果。这种情况也从二级市场上的收益率得到证实,实证分析结果表明,暂停上市这一事件并不能给投资者带来超常收益,从长远看,反而是超常损失居多。主要原因存在于公司内外两个方面:退市机制的不完善是导致恢复上市公司分化的主要外因,不同性质的资产重组行为是主要内因。

因此,当前首先要促使绩差的恢复上市公司实施以资产重组为对价的股改,同时以新实施的《公司法》和《证券法》为契机,完善退市制度,细化各种法律法规,从法人治理结构、信息披露、加强投资者保护等方面入手,全面提高上市公司包括恢复上市公司的质量,促进证券市场的健康持续发展。

关键词: 恢复上市; 资产重组; 公司质量

厦门大学博士论文摘要库

Abstract

The aim to suspend or resume the exchange of the shares of the Publicly Listed Companies which suffer continuously losses in recent 3 years is to allow those companies to undertake restructure and regain their sustaining operation capacity, and to protect the rights of the investors as well. But whether the system of suspending or resuming the exchanging of shares is as effective as it is expected? Are there any substantial changes concerning the plight of the Restored Publicly Listed Companies? And how to make the Restored Publicly Listed Companies and even all the Publicly Listed Companies much worthy of investing?

This article firstly summarized the evolvement of the system of suspending and terminating the exchanging of shares, then reviewed the past and present status of the Restored Publicly Listed Companies in respect of their essence and restructure, and finally basing on the analysis of the abnormal accumulating return which the Publicly Listed Companies made before and after their resumption of the exchanging of their shares and the conclusions of the commonness and problems of these Publicly Listed Companies, probed into the measures and manners as how to improve all-sidedly the quality of the Publicly Listed Companies.

This article upholds that generally there are two diversions of the Restored Publicly Listed Companies, except a subsection of companies thereof regaining better operation, for most Restored Publicly Listed Companies, there are still a lot of disadvantages as far as the sustaining operation capacity and assets quality are concerned. Therefore, it is noted that the long-playing suspension of the exchanging of the shares doesn't result in the expected effectiveness, which has also been proved by the yield of the second-class market. It is demonstrated that it cannot bring any abnormal return for the investors by suspending the exchanging of the shares, instead, from a long-term of perspective, result in extraordinary losses for most investors. The two primary reasons thereof are as following: the faultiness of the suspending and terminating mechanism is the primary external reason while the restructure of different natures is the main internal reason. Nevertheless, the reformation of the disposition of the stock option is the 2nd historical opportunity for the Restored Publicly Listed Companies to promote their importance and the perfecting of the laws and regulations lays a consolidated foundation for the Publicly Listed Companies to

improve their qualities. Therefore, in order to promote the healthy and sustaining development of the securities market, the need is perceived to firstly undertake actively the reformation of the disposition of the stock option, then optimize the structure of the publicly listed companies by perfecting various laws and regulations, and finally focusing on the governing structure of the legal persons, disclosure of information and protection of investors, all-sided improve the quality of the Publicly Listed Companies, including the Restored Publicly Listed Companies.

Key Words: Re-listed System; Asset Restructuring; Company's Quality.

目 录

引 言.....	1
第一章 中国证券市场暂停—恢复—终止上市规则的演变.....	2
第一节 恢复上市公司的含义与范畴	2
第二节 退市机制的发展回顾	3
第三节 暂停—恢复—终止上市规则的演变	4
一、暂停—恢复—终止上市标准的演变.....	4
二、暂停—恢复—终止上市操作程序的演变.....	5
第二章 恢复上市公司的现状分析	8
第一节 恢复上市公司的基本面分析	8
一、恢复上市公司概况.....	8
二、经营业绩出现分化.....	9
三、盈利能力低下.....	10
四、资产质量低劣.....	11
五、二级市场走势低迷.....	12
六、机构投资者极少持股.....	13
七、股改进程缓慢.....	14
第二节 恢复上市公司亏损原因分析	14
一、先天不足.....	14
二、公司法人治理结构极不健全.....	15
三、产业结构调整步履缓慢.....	16
四、诚信度差.....	16
五、高管违法违规.....	16
第三节 恢复上市公司的重组分析	17
一、一家具有传奇色彩的恢复上市公司.....	17
二、资产重组的特殊性.....	18
三、资产重组的类型.....	19
四、基于主营业务变化的资产重组分析.....	20
五、基于扭亏方式的资产重组分析.....	22

六、基于二次重组的资产重组分析.....	24
第三章 恢复上市公司重组绩效实证分析	25
第一节 资产重组绩效评估的文献回顾	25
一、并购重组绩效评估的主要研究方法.....	25
二、采用超常收益的研究情况.....	25
第二节 实证分析	26
一、实证方法.....	26
二、二级市场收益率的实证分析.....	27
三、事件日市场反应分析的实证分析.....	30
四、CAR 与业绩关联度的实证分析	31
第四章 多管齐下 切实提高恢复上市公司质量	34
第一节 完善退市机制	34
一、退市制度存在的问题.....	34
二、退市制度的完善.....	35
第二节 积极推进资产重组为对价的股权分置改革	36
一、资产重组式对价.....	37
二、资产重组的对价需要创新.....	37
第三节 全面提高上市公司质量	38
一、完善上市公司法人治理结构.....	38
二、完善累积投票制度.....	39
三、加强对上市公司规范运作的指导.....	39
四、强化上市公司信息披露监管.....	39
五、加强对控股股东、实际控制人的法律约束.....	41
六、完善董事、监事和高级管理人员约束和激励机制.....	42
七、加强对投资者的保护.....	44
八、优化上市公司并购制度.....	44
参考文献.....	46
附录和附表	47

Contents

Introduction.....	1
Chapter 1 Evolvement of the Regulations of De-listed System	2
Section 1 Concept of the Restored Publicly Listed Companies.....	2
Section 2 the History of De-listed System	3
Section 3 Evolvement of the Regulations of Suspension、Resume and Termination.....	4
Chapter 2 Analysis on the Actuality of the Re-listed Companies	8
Section 1 Primary Condition of Re-listed Companies.....	8
Section 2 Cause of Money Lost.....	14
Section 3 Asset Restructuring.....	17
Chapter 3 Empirical Study on Evaluation of Asset Restructure....	25
Section 1 Recall of Study Documents.....	25
Section 2 Result of Empirical Study.....	26
Chapter 4 Improve Company's Quality in All Side.....	34
Section 1 Rethinking De-Listed System.....	34
Section 2 Asset Restructuring as Considerations Though the Split Share Structure Reform.....	36
Section 3 Valid Methods in Improving Company's Quality	38
References	46
Appendix.....	47

厦门大学博士论文摘要库

引 言

对于劣质上市公司是直接退市还是想办法拯救这个问题争论已久。直接退市符合效益原则，但直接退市处罚的是上市公司，受损失的却是广大投资者，显然难以体现公平公正的原则。而管理层对连续三年亏损的上市公司在终止上市前实行暂停上市交易的政策，应是出于对此类公司的拯救。这种态度，也正是本文以恢复上市公司为研究对象的出发点。

自 2000 年 4 月苏三山(现四环生物)首次恢复上市以来，至 2006 年 1 月，深沪两市共有 44 只 A 股上市公司，因连续三年亏损有着暂停上市交易的记录，形成一个独特而结构相对松散的恢复上市公司板块。恢复上市公司曾经是各个时期绩差公司的代表，曾经站在退市的边缘，一度也曾是市场的炒作焦点。随着上市公司“壳”资源的不断贬值、价值投资理念的崛起及监管的严格，近年来，恢复上市公司似乎逐步淡出了市场的视点。如今回过头来审视这些公司，它们恢复上市后的日子过得还好吗？

恢复上市公司在暂停上市期间实施了资产重组得以恢复上市后，无论是公司质量还是市场表现均出现分化，但总体的质量仍属低下水平，给投资者带来较大幅度的损失。本文期望通过恢复上市公司具体情况的描述和分析，探究共性后面的规律性东西。

第一章 中国证券市场暂停—恢复—终止上市规则的演变

恢复上市公司是证券市场退市制度的产物，因此，在分析恢复上市公司之前，有必要先回顾一下包含暂停上市、恢复上市和终止上市三个环节的退市机制的历史沿革。

第一节 恢复上市公司的含义与范畴

从规则上看，上市公司暂时停止交易后恢复上市交易的原因有很多，本文研究的是因连续三年亏损被暂停上市交易，在规定的期限内实现盈利而恢复上市的A股上市公司。

证券交易所《股票上市规则(2004 修订)》对因连续三年亏损而暂停、恢复和终止上市的规定是：上市公司连续二年亏损，其股票交易被实行退市风险警示(*ST)后，最近一个会计年度审计结果表明公司继续亏损的，交易所将暂停其股票交易；在法定期限内披露经审计的暂停上市后第一个半年度报告且为盈利的，可以申请恢复其股票上市交易，未能按时披露半年报或半年报仍为亏损，交易所终止其股票交易，即所谓的“摘牌”；在法定期限内披露恢复上市后最近一期年度报告且为盈利的，则解除终止上市的风险，形象地说获得三年的喘息时间，如果年报还是亏损，仍会被终止上市。不过，至今尚未出现半年报盈利而年报亏损被终止上市的股票。其它一些情形，比如：厦门路桥和港务集团的资产置换、武钢的定向增发、一百和华联的合并、TCL 的整体上市，还有因突发事件、接受调查等情形，相关上市公司股票及衍生品可能也有着较长时间暂停上市交易的记录，但在概念上属于停牌和复牌的范畴，不在本文研究之列。

因此，连续三年亏损是这些公司的共同特征。自 2000 年 4 月苏三山(现四环生物)首次恢复上市以来，至 2006 年 1 月，深沪两市共有 44 只这样的上市公司，统称为恢复上市公司，作为本文的研究对象。毫无疑问，随着证券市场的发展，暂停、恢复上市公司的数量将会不断增加。

第二节 退市机制的发展回顾

暂停、恢复、终止上市交易构成上市公司退市机制三个环节，不同时期的政策对于暂停、恢复、终止上市交易有着不同的规定，附录 1 是各时期相关法律、法规及规则的摘录。

我国证券市场在很长的时间里忽视了退市制度的建设，尽管早在 1994 年颁布的《公司法》中就列举了暂停、终止上市的四种情形，为退市制度的建设提供了最基本和最直接的法律依据，但由于主客观等多方面的原因，上市公司的退市制度一直未能真正付诸实施。随着上市公司的增多，到 1997 年，亏损上市公司的数量已达到七十多家，有些已是连续多年亏损，“连续亏损上市公司是否应该暂停或终止上市”，成为当时中国证券界讨论最为热烈的话题之一。

1998 年首版的《证券交易所股票上市规则》首次对暂停、恢复和终止上市做了明确规定，但是其规则过于概括性，实践中除了对众多公司实行“ST”、“PT”外，没有真正对哪一家上市公司做出退市处理。退市机制的有名无实，客观上助长了市场上对亏损退市公司的投机炒作之风。

2001 年 2 月，中国证监会以部门规章的形式颁布了《亏损上市公司暂停上市和终止上市实施办法》（以下简称《实施办法》），并于同年 11 月作了修订（以下简称《实施办法(修订)》），《实施办法》及其修订对上市公司终止上市的触发条件和操作程序作了具体的规定，可操作性大大增强，由此退市机制进入了实际运作。在实践中，2001 年 4 月 PT 水仙成了首家退市的 A 股上市公司，此时我国证券市场已建立了整整十年，市场上已沉淀了大量的绩差公司。

2001 年以后，管理部门明显加强了基础性制度的建设力度，这段时间出台的涉及退市制度的规定达数十条，在《公司法》确定的框架下对暂停、恢复和终止上市的标准加以细化，对暂停、恢复和终止上市的操作程序加以完善。新修订的两法将暂停、恢复和终止上市的决定权全部授予证券交易所，将上市和终止上市视作市场契约行为，并扩大了证券交易所在退市标准问题上的自主权。

总的来说，这些年来退市机制取得的进步是有目共睹的，退市的条件日益细化，退市的程序日益公正，市场化程度越来越高，在实践中也促使八十多家公司的暂停上市和三十多家公司的终止上市。但是存在的问题也是明显，劣质上市公司该退不退的问题相当严重，使之不能真正发挥证券市场“净化器”的功能。

第三节 暂停—恢复—终止上市规则的演变

暂停—恢复—终止上市规则的演变，可以从两个方面概括：一是标准，即什么样的公司要被暂停、终止上市，其内容由《公司法》做出规定，属于法定条件，多年以来变化一直不大，新实施的两法将这方面内容改由《证券法》做出详细规定；二是操作程序，即暂停、恢复、终止上市如何操作，由证券交易所制定的《股票上市规则》作详细规定，这些年来暂停、恢复、终止上市机制的完善主要体现在这方面。

《股票上市规则》于 1998 年 1 月 1 日首次实施，分别于 2000 年 5 月 1 日、2001 年 6 月 25 日、2002 年 2 月 25 日、2004 年 12 月 10 日颁布了四个修订版。2005 年底，交易所针对新两法修改后的相关规定，综合了近年来证监会、交易所、证券业协会等部门发布的有关规定，对股票上市规则作了修订，是迄今最新的操作规范。

一、暂停—恢复—终止上市标准的演变

1、涉及法律的修改，暂停、终止上市的标准变化较小

《公司法》第 157 条最早列举了上市公司暂停上市的四种情形，第 158 条规定了终止上市的条件。《公司法》是基本的法律，管理层对退市条件的修正不可能突破《公司法》的规定，因此其后所有相关规则，都是在《公司法》既定的范围之内，在《公司法》没有修订之前，不可能有新的退市情形出现。《股票上市规则 2004》列举了导致上市公司终止上市的 13 种情形，其中有 6 种情形是关于连续亏损的，其余 7 种情形分别涉及虚假财务报告、未依法定期限披露定期报告等，都是对《公司法》规定的细化。

新实施的两法强化了《证券法》对证券事务的指导作用，由《证券法》对暂停和终止上市的情形做出规定，其五十六条明确列举了终止上市的五种情形：

（一）公司股本总额、股权分布等发生变化不再具备上市条件，在证券交易所规定的期限内仍不能达到上市条件；

（二）公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报表作虚假记载，且拒绝纠正；

（三）公司有重大违法行为；

（四）公司最近三年连续亏损，在其后一个年度内未能恢复盈利；

(五) 证券交易所上市规则规定的其他情形。

下划线部分是对终止上市情形新增的规定，特别应注意增加的第五种情形，此规定明确授权交易所在制定上市规则时有权对暂停、终止上市的其它情形做出规定，从而提高了上市规则在这个问题上的法律地位。上市规则的修订程序远比法律的修订来得简单，往后交易所针对可能出现的新情况新问题，就能够适时制定出高于目前暂停、终止上市法定情形的规则，而不会被指责没有法律依据。从而使暂停、终止上市的规定更贴近于市场，势必减少以往监管落后于现实的局面。

新法对暂停、终止上市情形增加的授权性规定，是一个巨大的改进，避免了法律对退市标准的全面列举，为暂停、终止上市机制的进一步发展创新留下广宽的空间。

2、细化了因财务风险而暂停、终止上市的情形

这几年暂停、终止上市条件的修订，较多涉及《公司法》第 157 条第二款“公司不按规定公开其财务状况，或者对财务会计报表作虚假记载”所规定的关于财务风险问题，主要体现在以下两个方面的细化：

一是关于暂停、终止上市的亏损年限追溯调整问题。目前明确规定追溯调整只适用于因财务会计报告存在重大会计差错或虚假记载的情形，并将追溯调整的时间范围由三年调整为二年，是否暂停上市关键还要看当年业绩情况。这意味着，以往追溯调整导致公司最近三年连续亏损而突然暂停上市的情况将不复存在。事实表明，信息劣势的中小投资者往往对于这种突发性消息毫无防备，新的调整有利于中小投资者获得充分信息，从容做出自主的投资决策。

二是强化对上市公司财务信息披露的监管。对不按照规定公开其财务状况的各种情形，实行强制暂停直至终止上市。达尔曼成了首只也是唯一一只因为不能在规定期限内公布财务报告（2004 年三季度的季报）而被终止上市的股票。

二、暂停—恢复—终止上市操作程序的演变

暂停、终止上市的操作程序方面的改进，主要体现在以下几个方面：

1、暂停终止上市决定权的变化

上市公司股票的暂停、恢复和终止上市交易最早都由国务院证券监督管理部门决定，后来决定权逐渐转至中国证监会；2001 年 11 月的《实施办法(修订)》，将暂停、恢复和终止上市的权限下放到证券交易所，由证监会授权交易所依法做出决定，报证监会备案；《股票上市规则 2004》第 14.3.2 条规定“上市公司出现

《公司法》第一百五十八条规定的情形以外的其他情形，本所根据中国证监会终止其股票上市的决定，终止该公司股票上市”；新的《证券法》则将暂停、恢复和终止上市决定权完全交给了证券交易所，这在新发布和实施的《股票上市规则 2005》中得到体现，其中规定依法由证券交易所办理有关上市、暂停上市、恢复上市和终止上市的具体业务，建立完善的上市、退市制度，维护投资者权益。决定权从证监会到交易所的转移，体现了由行政命令向市场调节的转化。

2、ST、PT 制度的变化

ST、PT 制度从交易时间和涨跌幅方面对相关上市公司股票进行限制，设立的目的是警示亏损上市公司，同时帮助投资者识别上市公司的价值，但实际上却助长了此类股票的投机炒作之风，加剧了股价的结构性调整。

《上市规则 98》确立了对连续二年亏损的公司进行特别处理（ST），对 1998 年前已连年亏损的上市公司冠以“ST”，其后 ST 类公司数量逐年增多，一度占到全部上市公司总数的百分之十强，可能是觉得 ST 公司数量太多的原因，证监会于 2003 年放宽了 ST 摘帽的条件，只要盈利且净资产为正，不用达到面值就可申请摘帽。1999 年 7 月 2 日的《股票暂停上市相关事项的处理规则》，确定了在暂停上市期间为投资者提供特别转让（PT）服务，后来为了抑制对 PT 股票的恶炒，减少市场风险，《实施办法(修订)》取消了 PT 股票的特别转让服务。

ST、PT 措施的变化，反映了管理层促进市场平稳运行的良苦用心，体现了市场监管从大事化了、小事化无的中庸原则向市场化原则的转变。

3、暂停宽限期的变化

给予暂停上市公司一定宽限期的目的是希望这些公司重新整合，避免终止上市，其过长或过短都不利于市场效率的提高。

《上市规则 98》没有明确多长时间为宽限期，对暂停公司恢复上市的条件只有一句表述：股票暂停上市的公司应根据中国证监会的要求采取措施改善公司现状，具备上市条件后，向交易所提出恢复上市的申请。《上市规则 2000》提出了三年的宽限期，规定被暂停上市的公司，在暂停上市后三年内的任何一年有盈余的，可向交易所提出恢复上市的申请。《实施办法》规定暂停上市后可以在 45 天内申请为期一年的宽限期，随后的《实施办法(修订)》缩短为半年，暂停上市后第一个半年报的披露日是最后期限，此规定延续至今。

目前 6 个月的宽限期对于重大资产重组在时间上显得过于紧迫，客观上造成暂停上市公司为了扭亏而进行突击重组，导致重组的基础不扎实。针对不同情况

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库